

VU Research Portal

Aantekeningen bij het jaarverslag 1992 van DNB

den Butter, F.A.G.

published in

Economisch Statistische Berichten
1993

[Link to publication in VU Research Portal](#)

citation for published version (APA)

den Butter, F. A. G. (1993). Aantekeningen bij het jaarverslag 1992 van DNB. *Economisch Statistische Berichten*, 78, 400-404.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

E-mail address:

vuresearchportal.ub@vu.nl

DE FUT IS ER UIT:

Kanttekeningen bij het jaarverslag 1992 van DNB

F.A.G. den Butter*

Inleiding

Ditmaal staat in het jaarverslag van de Nederlandsche Bank (DNB) geen kernachtige zin die aangeeft welke rode draad de ontwikkeling in het verslagjaar kenschetst. Impliciet komt uit de tekst wel een typering naar voren: *de economische fut is eruit*. Dit betreft in de eerste plaats de conjuncturele malaise waarin de wereld verzeild is geraakt. Dus ook Nederland dat nu eenmaal moet meedobberen op de conjunctuurgolven in de wereld. In samenhang hiermee is ook veel zand gekomen in het proces van Europese convergentie en integratie. En waar eerst de zon van euphorie over de ontwikkelingen in Oost-Europa aan de hemel stond, drijven nu zwarte wolken omdat de conversie van een plan- naar een markteconomie toch wel zeer moeizaam verloopt.

Het is zeker niet de schuld van het monetaire beleid dat het zover gekomen is, maar het monetaire beleid kan er ook verder weinig aan doen om de fut er weer in te brengen. Formeel gesproken heeft DNB zelfs zeer goed haar macro-economische beleidstaak vervuld: de inflatie in ons land bedraagt naar verwachting in 1993 volgens het Centraal Economisch Plan 2¼%. Dit dankzij het beleid dat erop gericht is om de gulden sterk te houden. Daarom ook valt er ook in het jaarverslag weinig te zeggen over de eigen beleidsvoornemens. De aandacht van President Duisenberg richt zich veeleer op waarschuwingen over de inzet van andere beleidsinstrumenten, met name het budgettaire beleid. Nadat tot 1992 de overheidsfinanciën konden worden versterkt, bestaat nu het gevaar dat 'de haarscheuren in het beleid die in het begin van de jaren '90 reeds zichtbaar werden, zich tot grote barsten ontwikkelen'. Met 'budgettair kunst- en vliegwerk' wordt gepoogd de recessie door te komen. De associatie dat haarscheuren en barsten in het echte vliegwerk van 1992 nogal wat rampen hebben veroorzaakt, vormt wellicht de opmaat voor Duisenbergs' waarschuwing dat in de meeste geïndustrialiseerde landen in de wereld, met uitzondering van Japan, de overheidsfinanciën geen actieve conjunctuurstimulering toestaan.

Het jaarverslag van DNB biedt evenwel veel meer dan alleen grote lijnen. Het is juist de gedegenheid en de aandacht voor detail die het jaarverslag traditiegetrouw tot een belangwekkend document in de economische verslaglegging maakt. Daarom wil ik deze bespreking vooral benutten om wat kanttekeningen te plaatsen bij een aantal specifieke en soms ook technische aspecten die in het verslag over 1992 opvallen. Dit gebeurt in een wat ongebruikelijke volgorde en aan de hand van een viertal functies die het jaarverslag vervult, nl.

* Hoogleraar Algemene Economie, Vrije Universiteit, Amsterdam. Met dank aan Pieter Gautier en Dick van der Wal voor nuttig commentaar, aan Simon van Dijken voor de uitstekende onderzoeksassistentie en aan de afdeling SIR van de Nederlandsche Bank voor vroegtijdige levering van het gebruikte cijfermateriaal.

1. De eigenlijke jaarverslagfunctie;
2. De documentatie van de financiële en algemeen economische ontwikkeling;
3. De verantwoording van het gevoerde monetaire beleid en een blik op het toekomstig beleid;
4. De uitbouw en ombouw van de monetaire analyse.

2. Winst en betalingsverkeer

Vanwege de nadruk op de economische analyse en verslaglegging dreigt het juridische oogmerk van het jaarverslag van DNB wel eens op de achtergrond te raken: dit is een verslag aan de algemene vergadering van aandeelhouders van een Naamloze Vennootschap. Een N.V. die een eigen specifieke bedrijfsvoering heeft en ook nog flink wat winst maakt. Zeker in de afgelopen jaren, zie figuur 1.

Over die *winst* is in het verslagjaar heel wat te doen geweest, ook in dit blad¹. In beginsel maakt DNB winst zoals alle banken, omdat de beleggingsopbrengsten van de activa hoger zijn dan de kosten van de passiva. Daarbij zij opgemerkt dat waarderingsverschillen niet in de winst van DNB tot uitdrukking komen maar bij de passiva als afzonderlijke post worden geboekt. De potentiële winst van de Bank neemt dus toe naarmate de omvang van die passiva, waar weinig tot geen kosten aan verbonden zijn (bankbiljetten-circulatie, waarderingsverschillen) toeneemt, en naar mate op de uitzettingen een hoog rendement wordt bereikt. Dit betreft de goud- en deviezenvoorraad waarbij het goud in beginsel geen beleggingsopbrengsten oplevert. In het boekjaar heeft DNB, in navolging van een Nationale Bank van België, een deel van haar goudvoorraad op termijn verkocht. Het gaat om 400 ton goud, circa 20% van de jaarlijkse wereldproductie en bijna een kwart van de eigen goudvoorraad van DNB. Deze operatie is op prudente wijze uitgevoerd zodat het internationaal vertrouwen in de gulden er niet onder heeft geleden en de goudmarkt er niet door is verstoord. In het verslag wordt voor deze operatie als argument genoemd dat vanuit harmonisatie-oogpunt de Nederlandse goudvoorraad beter in overeenstemming met het Europese gemiddelde diende te worden gebracht. Het is jammer dat het verslag geen tabel geeft met de Nederlandse positie in vergelijking met andere Europese landen vóór en na deze operatie².

Het verslag vermeldt zeer nadrukkelijk dat de goudverkoop niet ten doel had de potentiële winst van de Bank te verhogen. Dit wordt slechts gezien als een 'aanvaardbaar en op zich niet onplezierig bijproduct van de operatie'. Deze formulering vind ik nogal omzichtig. Naast de harmonisatieoverweging bestaat er immers ook een economische argumentatie om tot een

¹ C. van Ewijk en L.J.R. Scholtens, De winstgevendheid van De Nederlandsche Bank, *ESB*, 77, 1 juli 1992, blz. 640-644; J.P.J.F. Scheepens, DNB - maatschappelijk nut versus rentabiliteit, *ESB*, 77, 19 augustus 1992, blz. 798-799; J.R. Heuvelman, De invloed van interventies op de winst van DNB, *Bank- en Effectenbedrijf*, 42, januari-februari 1993, blz. 26-29.

² Een opvallend detail is dat de (her)waardering van de goudvoorraad in de balansopstellingen in de hoofdtekst van het verslag anders is dan in tabel 1.1 van de Statistische bijlage.

maatschappelijk optimale omvang van de goudvoorraad te komen. Indien de marginale kosten van het mogelijk verlies aan vertrouwen in de gulden door de goudverkoop kleiner zijn dan de potentiële winsttoeneming, is de goudverkoop een economisch rationele handelwijze en als zodanig zeer goed verdedigbaar.

Overigens is de winst van de Bank in het verslagjaar vooralsnog niet gestegen maar juist gedaald, van 2,2 naar 1,8 miljard gulden. Dit heeft niets te maken met de goudverkoop (die in het verslagjaar nog geen invloed had) of met het feit dat de waarde van de bankbiljetten-circulatie voor het eerst sinds 1950 (licht) gedaald is. De daling van de winst van de Bank is indirect het gevolg van de valuta-onrust in 1992 waarbij de Bank genoodzaakt was de ruime geldmarktpositie van de banken af te romen via uitzonderlijk hoge verplichte kasreserves. Het zijn de rentelasten van deze kasreserve-rekeningen die de winst van de Bank in het verslagjaar gedrukt hebben. Weliswaar is als tegenpost op de Bankbalans de deviezenvoorraad toegenomen, maar de beleggingsopbrengsten hieruit wijken vanwege de lagere dollarrente niet veel af van die van 1991.

De bemoeienis met het *betalingsverkeer* is een ander aspect dat de kern van de bedrijfsvoering van DNB raakt. Het jaarverslag rapporteert uitgebreid en openhartig over de ontwikkelingen die op dit gebied plaatsvinden. Zo wordt als noviteit een raming gegeven van het aandeel van de verschillende betaalsoorten in het binnenlandse betalingsverkeer. Ook geeft de Bank als haar mening dat tarifiering als bekostigingsmethode van het betalingsverkeer dat via de banken loopt, te verkiezen valt boven bestrijding van deze kosten uit rentemarge en valutadagen. Het is zowel een maatschappelijk als een bancaire belang dat betalingen zo efficiënt mogelijk geschieden en dat deze efficiëntie via het prijsmechanisme wordt gestuurd³. Daarom is het jammer dat de Bank niet wat meer informatie geeft (of kan geven) over de relatie tussen de betaalwijze, de omvang van de transacties, en de transactie-omloopsnelheid van de girale tegoeden.

Hierover is op het gebied van de bankbiljettenomloop in Nederland uniek onderzoek verricht⁴. Het jaarverslag toont in dit verband de tijdreeks van de terugkeerfrequentie van de bankbiljet-tencoupures. Deze terugkeerfrequentie is het aantal malen dat een bankbiljet gemiddeld per jaar terugkeert naar de Bank, en verschaft een indicatie van het gebruik van het biljet door het publiek. Zo is de terugkeerfrequentie van de biljetten van fl. 1000 en van fl. 250 vrij laag, waaruit wordt afgeleid dat deze biljetten naast de transactie-functie ook in belangrijke mate een oppotfunctie hebben. Wel is het terugkeerfrequentie van het duizendje in het verslagjaar gestegen. Dat doet vermoeden dat de oppotfunctie van dit biljet iets in belang is afgenomen. De terugkeerfrequentie van de biljetten van fl. 100 en van fl. 25, en vooral van het biljet van fl. 50, is relatief hoog. Dit suggereert dat deze biljetten met name een transactie-functie hebben en ook dat hun transactie-omloopsnelheid hoog is. Bovendien is de terugkeerfrequentie van de

³ Zie hiervoor ook C.J. Ruissen, *De rekening gepresenteerd; Banktarieven voor de salarisrekening*, (Academisch Proefschrift, Universiteit van Amsterdam), april 1993.

⁴ Zie W.C. Boeschoten, *Currency Use and Payment Patterns* (Academisch proefschrift, Universiteit van Amsterdam), januari 1992, en de daarin vermelde literatuur.

biljetten van fl. 100 en fl. 50 in 1992 nog toegenomen, hetgeen verband houdt met het toegenomen gebruik van geldautomaten. Ook hier vind ik het jammer dat het jaarverslag niet komt tot een raming van de transactie-omloopsnelheid.

3. Economische ontwikkeling en beleid

De analyse van de economische ontwikkeling in het verslagjaar, de verantwoording van het gevoerde monetaire beleid en de aanbevelingen voor de toekomst vormen verreweg het belangrijkste onderdeel van het Bankverslag. Het verslag documenteert, zoals gebruikelijk, nauwgezet de feitelijke ontwikkeling en besteedt bijvoorbeeld veel aandacht aan de gebeurtenissen in het EMS, de drukke rol van het IMF en de modaliteiten van de nieuwe Wet toezicht kredietwezen. Maar over het gevoerde en het te voeren beleid wordt slechts tussen de regels door en met mondjesmaat wat gezegd. Voor een samenhangend beeld van het monetaire beleid kan men tegenwoordig beter terecht bij andere publikaties die hierover vanuit de Bank verschijnen⁵.

Traditiegetrouw heeft de verslaglegging in het jaarverslag van DNB grotendeels een retrospectief karakter en wordt het voorspellen aan het CPB over gelaten. Een intrigerende uitzondering hierop in het verslag over 1992 vormt een paragraaf over de begrotingsvoorzichten. Met behulp van een drietal scenario's wordt getoond dat het begrotingstekort van de overheid tot 1% van het bruto binnenlands produkt (bbp) dient te worden teruggebracht wil de schuldquote vóór 2010 onder de 60%-norm van de EG komen. Deze eenvoudige vooruitberekeningen vormen de basis van het pleidooi van Duisenberg om het overheidstekort na 1994 tot ver onder de 3% bbp terug te brengen. Vanuit de eigen beleidstaak van de Bank is deze consequente begrotingslobby begrijpelijk, maar vanuit een breder perspectief veronachtzaamt deze grammofoonplaat wel de afweging met andere beleidsdoelen. Over het milieubeleid, het werkgelegenheidsbeleid en zelfs over de noodzaak tot bezuinigingen om tot een lagere lastendruk te komen wordt in het jaarverslag niet of nauwelijks gerept.

Om de verzanding van het proces van economische convergentie in Europa te illustreren is in het jaarverslag een interessant tabel (tabel 5.1) opgenomen die aangeeft in welke mate de deelnemende landen in 1991 en 1992 aan de EMU-convergentie-eisen met betrekking tot 4 doelstellingen, te weten de inflatie, de lange rente, het overheidstekort en de overheidsschuld hebben voldaan. Hieruit blijkt dat in 1991 de 12 lidstaten op 28 van de 48 (12x4) punten aan

⁵ Bijvoorbeeld bij A.H.E.M. Wellink, Monetair beleid, in J.J.M. Kremers (red.), *Inspelen op Europa* (Academic Service, Schoonhoven), 1993, blz. 21-36. Opmerkelijk hierbij is dat Wellink vier lessen trekt uit de valutacrisis van september 1992, (geformuleerde convergentie-criteria zijn mogelijk onvoldoende, gebrek aan convergentie wordt vroeg of laat afgestraft, tijdige inzet van het rente-instrument op basis van de Bazel/Nyborg spelregels blijft geboden, omvangrijke interventies kunnen ook de ontwikkelingen in het ankerland verstoren) terwijl Duisenberg in het algemeen overzicht van het jaarverslag op basis van dezelfde gebeurtenis tot drie, deels overlappende lessen komt (wisselkoersverhoudingen moeten de concurrentiepositie weerspiegelen, rente-instrument moet tijdig gehanteerd worden, verdediging van de wisselkoers moet plaatsvinden door het land dat de deviezenreserves verliest).

de convergentie-eisen voldeden, terwijl het slagingsaantal in 1992 tot 24 is gezakt (Denemarken (!) en Luxemburg zijn de enige landen die in beide jaren aan alle vereisten voldoen). Volgens dit criterium is de convergentie dus inderdaad verzaand en eerder af- dan toegenomen. Convergentie wil echter ook zeggen dat landen in economische ontwikkeling naar elkaar toegroeien, nog afgezien van de te bereiken doelstellingen. Vanuit deze optiek heb ik een '*convergentie-index*' berekend waarbij voor ieder van de 4 doelgrootheden de som van het absolute verschil ten opzichte van het gemiddelde van de 12 landen per doelstelling in 1991 op 1 is genormeerd. Optelling over de 4 doelstellingen geeft dan voor 1991 een indexwaarde van 4. De op analoge wijze berekende waarde voor 1992 van 3,6 duidt erop dat toch in 1992 enige convergentie is opgetreden. Alleen voor de schuldquote ligt de indexwaarde van 1992 boven de 1, voor de overige doelgrootheden zijn deze waarden kleiner dan 1. Het optimisme van deze index over de voortgang van de convergentie komt overigens vooral op rekening van Griekenland en Portugal, de lidstaten die in 1991 zeer ver van de convergentie-eisen verwijderd waren en in 1992 iets minder ver.

4. Monetaire analyse

Tijdens het Presidentschap van dr. Holtrop nam de uitleg over het hoe en waarom van de monetaire analyse een belangrijke plaats in het jaarverslag in. Zo verschaftte het jaarverslag indertijd niet alleen inzicht in de financieel-economische ontwikkeling maar ook in de vorderingen van de praktische monetaire theorie, waaraan de Bankpresident en zijn medewerkers, ook internationaal gezien, een belangrijke bijdrage leverden. Tegenwoordig bevat het jaarverslag nog nauwelijks monetair-theoretische beschouwingen. Andere publikaties, zoals wetenschappelijke tijdschriften, zijn hiervoor meer geschikt en de specifieke, statistisch-technische aspecten van de monetaire analyse worden in de Kwartaalberichten van DNB besproken. Dit neemt niet weg dat de monetaire analyse nog steeds aan verandering onderhevig is, een verandering die zijn weerslag heeft in de jaarverslaglegging. In 1992 heeft een zeer substantiële wijziging in de monetaire analyse plaatsgevonden, nl. de overgang van het traditionele geldbegrip M2 naar het ruimere M3 als centraal geldbegrip. Als reden voor deze overgang noemt het jaarverslag de harmonisering van de ruim gedefinieerde nationale geldbegrippen waartoe het Comité van het centrale-bankpresidenten van de Europese Gemeenschap besloten heeft (M3H, met H van 'harmonized' maar in het jaarverslag kortweg aangeduid als M3). In dit M3-aggregaat is het voorheen gehanteerde M2-begrip uitgebreid met het spaargeld met een oorspronkelijke looptijd korter dan 2 jaar (kort spaargeld). Daarnaast zijn de kortlopende verplichtingen van de overheid aan de particuliere sector (een relatief kleine post) die deel van M2 uitmaakten, verwijderd uit de binnenlandse liquiditeitenmassa.

Vanuit de monetair-theoretische optiek spelen andere argumenten dan de harmonisatiegedachte een rol bij de bepaling van de meest adequate gelddefinitie. Bij de definitie van het geld, ofwel het *afbakeningsvraagstuk*, gaat het erom waar men de grens legt welke geldvorm nog wel en welke geldvorm niet meer tot de geldhoeveelheid of de liquiditeitenmassa wordt gerekend. Een vijftal argumenten is hierbij van belang nl.

1. Zijn de onderdelen van het geldbegrip goede substituten voor geld?
2. Is de geldvraagrelatie met betrekking tot het geldbegrip stabiel?
3. Is het desbetreffende geldbegrip beheersbaar voor de monetaire autoriteiten?

4. Wat is de liquiditeit van de financiële activa die in het geldbegrip zijn opgenomen?
5. Welke invloed gaat er van het geldbegrip op de reële sfeer uit?⁶

Het is interessant om tegen de achtergrond van deze argumenten de in Nederland gehanteerde geldbegrippen kort voor het voetlicht te brengen. Het geldbezit per hoofd van de bevolking in Nederland geeft een indruk van de relatieve omvang van de geldbegrippen. Per ultimo 1992 bezaten de Nederlanders per hoofd gemiddeld bijna fl. 2.400 aan chartaal geld. Voor M1 (chartaal plus giraal geld) bedroeg dit bijna fl. 8.800, voor het oude M2-begrip bijna fl. 17.000 en voor het nieuwe M3-begrip ruim fl. 28.000. Hieruit blijkt dat de toevoeging van de korte spaargelden aan het geldbegrip inderdaad een aanzienlijke verruiming betekent.

In figuur 2 is de ontwikkeling van de vier onderscheiden geldbegrippen getekend, waarbij deze zijn uitgedrukt als index met ultimo 1982=100. De figuur laat zien dat in de afgelopen 10 jaar M2 de grootste groei heeft gekend. Dit blijkt ook uit de in tabel 1 berekende gemiddelde groeipercentages. De groei van het nieuwe M3-begrip is de afgelopen 10 jaar iets minder uitbundig geweest maar komt uiteindelijk wel hoger uit dan de groei van M1. Deze is de afgelopen 3 jaren afgezwakt, met name omdat in deze periode de chartale geldhoeveelheid vrijwel constant is gebleven. Tabel 1 laat zien dat in de afgelopen 10 jaar alle genoemde geldbegrippen sneller zijn toegenomen dan het bruto binnenlands produkt (bbp), dat tegenwoordig als referentiegrootte in de monetaire analyse wordt gebruikt⁷. Tabel 1 toont ook dat de omvang van het lange spaargeld in de afgelopen 10 jaar is afgenomen, zodat de groei van een nog ruimer M3-begrip dat ook het lange spaargeld omvat, meer in overeenstemming zou zijn met de groei van het bbp.

Zoals vermeld speelt de relatie tussen het geldbegrip en het inkomen een belangrijke rol bij de afbakeningsproblematiek. Bij wijze van zeer eenvoudige empirische analyse geeft tabel 2 de uitkomsten van een aantal correlaties tussen de verschillende geldbegrippen en het bbp. De bovenste helft van de tabel toont de correlatie tussen de logaritme van het volume van het bruto binnenlandse produkt en de logaritme van de standen van de verschillende geldbegrippen in reële termen. In de beneden-helft van de tabel zijn de groeipercentages van het reële bbp gecorreleerd met de groeipercentages van de verschillende geldbegrippen in reële termen. De tabel laat zien dat de correlaties bij het nieuwe M3-begrip het hoogste zijn en dat dus vanuit deze optiek de overgang naar dit geldbegrip nog niet zo gek is. Ook in geldvraagstudies komt de relatie voor M3 veelal als relatief stabiel uit de bus. Dit blijkt onder meer uit een recente studie naar de geldvraag in de EG van Fase en Winder, die voor de verschillende EG-landen de residuele standaardfouten van geldvraagfuncties voor resp. M1, M2 en M3 geven. Wanneer men deze standaardfouten als een maat voor de stabiliteit opvat, kan men uit de resultaten afleiden dat zowel voor Nederland als voor de overige Europese landen de

⁶ Zie hiervoor B. Compaijen en F.A.G. den Butter, *De Nederlandse economie 3, Het jaarverslag van de Nederlandsche Bank* (Wolters Noordhoff, Groningen), 1991, blz. 25-26.

⁷ Het bbp heeft in het jaarverslag in beginsel het traditionele nni als schaalgrootte verdrongen. De rapportage in het jaarverslag is overigens op dit punt nogal gecompliceerd omdat voor de afspraken in het Regeerakkoord het nni als referentiegrootte geldt, maar voor de Europese convergentie-eisen het bbp.

geldvraagvergelijkingen voor M3 de kleinste residuen hebben en dus de meest stabiele geldvraagfuncties opleveren⁸. Ook het eerste monetaire kwartaalmodel van DNB bevat uit stabiliteitsoverwegingen een geldvraagvergelijking voor M3⁹. In latere versies van het model van de Bank (MORKMON) is daarentegen een vraagvergelijking voor de M2 opgenomen om een betere aansluiting te bewerkstelligen met het indertijd in de monetaire analyse gehanteerde centrale geldbegrip.

Tenslotte zij met betrekking tot de gelddefinitie opgemerkt dat het monetaire aggregaat niet per sé een ongewogen optelling van de verschillende samenstellende geldvormen hoeft te zijn. Als alternatief wordt wel het gebruik van *gewogen* monetaire aggregaten in de monetaire analyse aanbevolen, waarbij weging bijvoorbeeld via de Divisia-index op basis van de gebruikersprijs van de activa kan plaatsvinden¹⁰. Een alternatief is wellicht om bij de aggregatie informatie over transactie-omloopsnelheid van de verschillende activa te benutten.

De overgang naar het geldbegrip M3 heeft ingrijpende gevolgen voor de zogeheten *oorzaken-analyse*¹¹. Dit overblijfsel van Holtrop's gedachtengoed speelt nog steeds een belangrijke rol in de hedendaagse monetaire analyse van ons land. De oorzaken van een verandering van de liquiditeitenmassa worden gevormd door de tegenposten van de liquiditeitenmassa op de geconsolideerde balans van de gezamenlijke geldscheppende instellingen. Het netto geldscheppend bedrijf (NGB), dat bestaat uit door de banken verleend krediet minus door de banken aangetrokken lange middelen, wordt hierbij opgevat als dat deel van de liquiditeitenmassa waarvan de creatie aan de banken valt toe te schrijven. Vanwege de beheersbaarheid richt het geldhoeveelheidsbeleid van de Bank zich tegenwoordig op het NGB. Nu de korte spaartegoeden binnen de nieuwe gelddefinitie vallen wordt het NGB hiermee dus uitgebreid. Bovendien wordt de overheid niet langer als geldscheppende instelling aangemerkt, zodat ook het korte krediet van de banken aan de overheid naar het NGB wordt overgeheveld (en de overheid dus nooit meer monetaire financiering verweten kan worden). Eén en ander impliceert dat het NGB volgens de nieuwe definitie meer dan verdubbeld is ten opzichte van de oude definitie: van fl. 190 mrd naar fl. 375 mrd voor de stand van het NGB per ultimo 1992. Anderzijds is de toeneming van het NGB volgens de nieuwe definitie in de afgelopen 10 jaar geringer geweest dan volgens de oude definitie (zie figuur 3 en tabel 1). Volgens tabel 2

⁸ M.M.G. Fase en C.C.A. Winder, *The Demand for Money in The Netherlands and the other EC Countries*, De Nederlandsche Bank Research Memorandum, WO&E nr. 9214, mei 1992.

⁹ Zie M.M.G. Fase, Financiële activa, rentevorming en monetaire beheersbaarheid, in E. den Dunnen, M.M.G. Fase en A. Szász (red.), *Zoeklicht op Beleid* (Stenfert Kroese, Leiden), 1981, blz. 43-81.

¹⁰ Zie bv. M.M.G. Fase en M.P.J. Schuit, Monetaire aggregatie en de Divisia-index, *Maandschrift Economie*, 56, 1992, blz. 434-449.

¹¹ M.P.F.M. van Wersch, M3H: het nieuwe Europese geldbegrip, *De Nederlandsche Bank Kwartaalbericht* 1992/3, December 1992, blz. 47-54.

ontlopen beide begrippen elkaar nauwelijks, wanneer gekeken wordt naar de correlatie met het bbp¹².

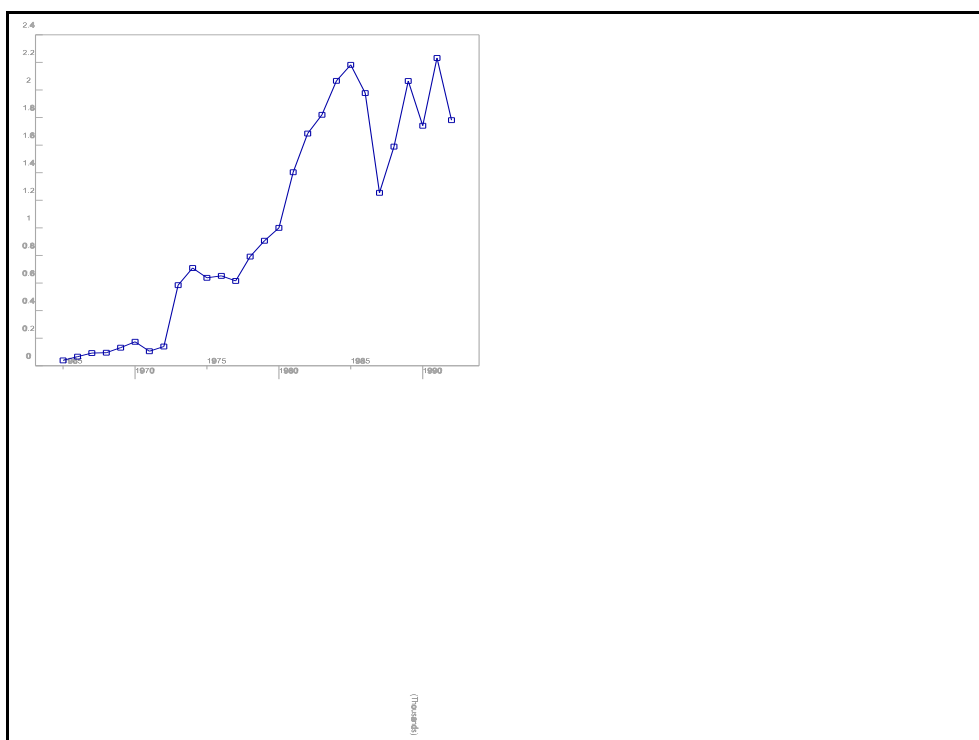
5. Besluit

Het jaarverslag van de Nederlandsche Bank over 1992 heeft iets weg van een hoofdstuk uit een reisverslag wanneer blijkt dat het einddoel door allerlei tegenslag pas later dan verwacht bereikt kan worden. De Bank heeft zelf geen schuld aan de vertraging maar weet de voortgang ook niet erg te bespoedigen. De enige mogelijkheid daartoe is wat aanwijzingen te geven aan de stuurlui die de karavaan weer in gang moeten zetten. Onderwijl wordt het eigen instrumentarium opgepoetst en aangepast aan het komende traject. De moeilijke bereikbaarheid van het einddoel tempert daarbij enigermate het enthousiasme. En speelt niet op de achtergrond de vrees dat het mooie einddoel aan de horizon wel eens een fata morgana zou kunnen zijn?

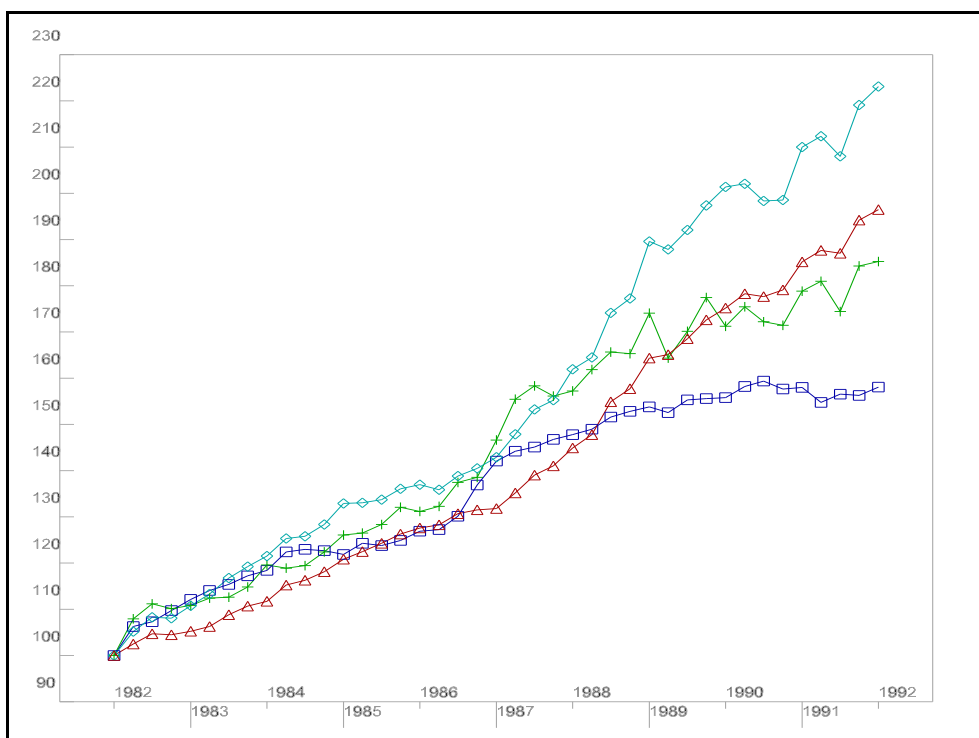
Frank den Butter

¹² Deze verandering van de monetaire analyse en de hantering van het bbp in plaats van het nni als schaalgrootheid heeft gevolgen voor de opstelling in een aantal tabellen van de Statistische bijlage van het jaarverslag. Opmerkelijk is dat de liquiditeitsquote, eens het boegbeeld van de monetaire analyse, vrijwel volledig uit het jaarverslag is verdwenen. Alleen in tabel 10 van de Statistische bijlage wordt voor een aantal landen nog een monetair overzicht volgens de Holtropiaanse methodiek gegeven, inclusief de liquiditeitsquote. Het doet aan als een nostalgisch overblijfsel uit een roemrijk maar voltooid verleden.

Figuur 1 Winst van de Nederlandsche Bank (in miljarden guldens).



Figuur 2 Ontwikkeling geldbegrippen (ultimo 1982=100).



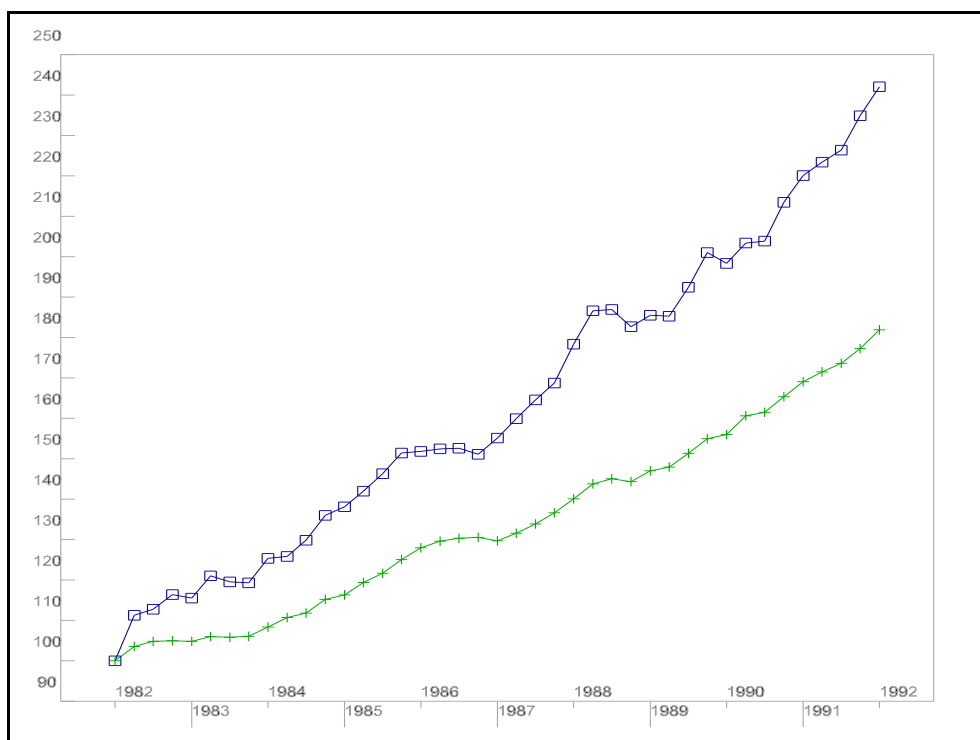
\square = Chartaal geld

$+$ = M1

\diamond = M2

\triangle = M3

Figuur 3 Ontwikkeling netto geldscheppend bedrijf (ultimo 1982=100).



□ = Netto geldscheppend bedrijf, volgens oude definitie

+ = Netto geldscheppend bedrijf, volgens huidige definitie

Tabel 1 Groei nominale geldbegrippen en bruto binnenlands produkt, 1982-1992 (in % per jaar).

Chartaal geld	M1	M2	M3	NGB oud	NGB nieuw	Spaarg. kort	Spaarg. lang	BBP
4,7	6,4	8,4	7,0	9,2	6,2	5,3	-1,1	4,1

Tabel 2 Correlatie geldbegrippen met bruto binnenlands produkt (in volumina)

	Ln(ch)	Ln(m1)	Ln(m2)	Ln(m3)	Ln(ngb) (oud)	Ln(ngb) (nieuw)
Ln(bbp)	0,8914	0,9419	0,9921	0,9923	0,9681	0,9681
	$\Delta \text{Ln}(\text{ch})$	$\Delta \text{Ln}(\text{m1})$	$\Delta \text{Ln}(\text{m2})$	$\Delta \text{Ln}(\text{m3})$	$\Delta \text{Ln}(\text{ngb})$ (oud)	$\Delta \text{Ln}(\text{ngb})$ (nieuw)
$\Delta \text{Ln}(\text{bbp})$	0,318	0,242	0,324	0,360	0,064	0,119

